

学校编码: 10384

学号: 17520091150966

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_

UDC\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

经营者持股与股权激励计划的治理效应研究

Study on the Influence of Manager Stock Holding and

Equity Incentive Plan on Corporate Governance

黄璐

指导教师姓名: 杜 兴 强 教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2012 年 4 月

论文答辩时间: 2012 年 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2012 年 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为( )课题(组)的研究成果，获得( )课题(组)经费或实验室的资助，在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。)

声明人(签名): 黄璐

2012 年 6 月 12 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（    ☒    ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：黄璐

2012 年 6 月 12 日

厦门大学博士论文摘要库

## 摘要

股权激励，通过激励管理层与股东利润共享、风险共担，使激励对象有动力按照股东利益最大化的原则经营公司，减少委托代理问题。本文通过分类研究股权激励早期的经营者持股与近期的股权激励计划的治理效应，研究发现：（1）目前我国经营者持股比例仍然偏低，且国有控股企业的经营者持股比例远低于非国有控股企业。国有控股企业持股激励前十名的上市公司地区有明显的区域特征，主要集中在北京和东南沿海。回归结果显示，经营者持股激励，对于国有控股公司而言，并非是有效的激励机制。

（2）公司的成长机会与经营者持股的激励效果呈正相关关系。实际控制人的性质影响着激励效果，民营企业的激励效果好于国有企业的激励效果。其他影响激励效果的因素包含高管薪酬（+）、现金流（+），固定资产比例（-），赫芬达尔指数（+）。

（3）经营者持股和公司业绩之间互相决定、具有内生性，经营者持股既是一种激励手段也是一种奖励措施。通过赋予经营者股权可以对管理层进行激励，从而提高公司业绩，而公司业绩的提高也使得经营者可以获得更多的股权以作为奖励。

（4）2005 年以后，股权激励计划样本的行业调整后的净资产收益率大于零，说明股权激励是有效的，但是长期激励效果不明显。而且，不同行业的激励效果是不同的，制造业、信息技术业和房地产业的激励效果较弱。

（5）配对研究显示，股权激励组的综合业绩 ROE 的显著提升，但我们没有发现证据支持股权激励能有效降低代理成本，或是能有效激励高管进行投资活动。而 ROE 的显著提升亦仅在实施期间得到支持，终止组终止期间的业绩与控制组并无明显差异。

据此，分别从公司治理、信息披露、国企改革、激励计划操作角度，提出相应的高管激励的建议。

关键词：经营者持股；股权激励计划

## ABSTRACT

Equity incentive inspires the management to operate in accordance with the principle of maximising shareholders' interest and reduce principal-agent problem through profit sharing and risk sharing between the management and shareholders. By 2005, stock holding is the main type of equity incentive, while since 2005, stock options becomes the type of equity incentive for management. Findings of this paper are (1) Level of manager stock holding in China is very low, while state-owned company is lower and having distinct area characteristics, mainly in Beijing and south-east China. Regression also shows management stock holding is not a valid way to motivate managers in state-owned company.

(2) Company growth opportunities and governance effect of manager stock holding are positive correlated. The incentive effect of Non-State-owned holding enterprises is better than that of state-owned enterprises. Other factors include salary, cashflow, fixed asset and equity distribution.

(3) Manager stock holding and company performance are endogenous. Manager stock holding is motivated to improve cash liquidity and performance, while the incentive can turn into more equity.

(4) After 2005, adjusted rate of return on equity of samples is greater than zero, but long-term incentive effect is not obvious. Different industries have distinct incentive effects, while manufacturing, information technology and real estate industry is weak.

(5) Paied research shows incentive group have significant higher ROE, however we can not find evidence that incentive can neither significantly reduce agency cost nor significantly motive invest activities. While stock options have incentive effects only during its valid perod, ROE of termination group and match group is not significantly diferent during termination period.

Accordingly, the paper puts forward appropriate recommendations for executive incentive from perspective of information disclosure, corporate governance, reform of state-owned enterprises and operations of equity incentive program.

**Key words:** Manager Stock Holding; Equity Incentive Plan

# 目 录

第一章 导论 .....	1
1.1 问题的提出 .....	1
1.2 研究思路 .....	3
1.3 研究方法与框架 .....	4
1.4 贡献与创新 .....	5
第二章 股权激励制度背景.....	6
2.1 早期股权激励探索 .....	6
2.2 近期股权激励探索 .....	7
第三章 文献综述.....	10
3.1 股权激励理论 .....	10
3.1.1 委托-代理理论.....	10
3.1.2 公司治理.....	12
3.1.3 剩余索取权和剩余控制权理论.....	13
3.1.4 盈余管理理论.....	14
3.1.5 人力资本理论和激励理论.....	14
3.2 股权激励与公司业绩 .....	15
3.2.1 经营者持股与公司业绩.....	16
3.2.2 股权激励与公司业绩.....	18
第四章 经营者持股的治理效应研究.....	20
4.1 样本和数据选取 .....	20
4.2 研究假设 .....	20
4.3 变量定义 .....	23
4.4 实证结果分析 .....	24
4.4.1 影响激励效果的因素.....	24
4.4.2 公司业绩与经营者持股的内生性.....	34
4.5 本章结论.....	37
第五章 股权激励计划的治理效应研究.....	39
5.1 样本和数据选取 .....	39
5.2 中国上市公司股权激励偏好 .....	39

5.3 中国上市公司股权激励终止原因 .....	40
5.4 中国上市公司的激励效应 .....	42
5.4.1 分组描述性统计 .....	42
5.4.2 配对研究设计 .....	44
5.4.3 配对研究描述性统计 .....	46
5.5 本章结论 .....	49
<b>第六章 结论和政策建议</b> .....	<b>51</b>
6.1 结论 .....	51
6.2 政策建议 .....	53
6.3 不足和未来研究方向 .....	55
<b>参考文献</b> .....	<b>56</b>
<b>致谢</b> .....	<b>62</b>
<b>附 录</b> .....	<b>63</b>
附录一、简单配对结果 .....	63
附录二、倾向得分匹配结果 .....	67
附录三、终止执行原因明细 .....	70



## Table of Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
1.1 Issues Raised.....	1
1.2 Research Organization.....	3
1.3 Methods and Structure.....	4
1.4 Contributions and Creativity.....	5
<b>Chapter 2 Institutional Background of Equity Incentive..</b>	<b>6</b>
2.1 Equity Incentive before 2005.....	6
2.2 Laws and Regulations after 2005.....	7
<b>Chapter 3 Literature Review of Equity Incentive .....</b>	<b>10</b>
3.1 Equity Incentive Theory.....	10
3.1.1 Principal-agent theory.....	10
3.1.2 Corporate Governance.....	12
3.1.3 Residual Claim and Residual Control.....	13
3.1.4 Earnings Management .....	14
3.1.5 Incentive Theory .....	14
3.2 Equity Incentive and Performance.....	15
3.2.1 Manager Stock Holding and Performance.....	16
3.2.2 Stock Option and Performance .....	18
<b>Chapter 4 Governance Effect of Stock Holding.....</b>	<b>20</b>
4.1 Sample and Data Selection.....	20
4.2 Research Design.....	20
4.3 Definition of Variables.....	23
4.4 Empirical Results.....	24
4.4.1 Factors that influence incentive effects.....	24
4.4.2 Endogenousness between performance and stock holding.....	34
4.5 Summary of this Chapter.....	37
<b>Chapter 5 Governance Effect of Equity Incentive.....</b>	<b>39</b>
5.1 Sample and Data Selection.....	39

5.2 Preference of Equity Incentive .....	39
5.3 Causes of termination of Equity Incentive.....	40
5.4 Incentive Effects .....	42
5.4.1 Descriptive Statistics by Group.....	42
5.4.1 Matching Research Design.....	44
5.4.1 Matching Descriptive Statistics .....	46
5.5 Summary of this Chapter.....	49
Chapter 6 Conclusions and Suggestions.....	51
6.1 Conclusions.....	51
6.2 Inspirations and Suggestions.....	53
6.3 Limitations and Prospects.....	55
Reference .....	56
Acknowledgement .....	62
Appendixes .....	63
Appendix 1 Simple Match of Incentive Group.....	63
Appendix 2 PS Match of Incentive Group.....	67
Appendix 3 Details of Termination Group.....	70

## 第一章 导论

本章是对全文的介绍，分为四节：1.1 节提出本文研究的主要问题；1.2 节介绍本文的研究思路；1.3 节介绍研究方法和框架；1.4 节指出本文可能的意义和贡献。

### 1.1 问题的提出

现代企业的典型特征是所有权与经营权两权分离，这如同“双刃剑”一般，既释放了企业难以扩大生产规模和吸引优秀管理者的约束，又无可避免地带来了管理者与股东、股东与股东之间的“委托代理”问题。国内外很多学者，如 Berle 和 Means（1932）<sup>[1]</sup>、张维迎（1999）<sup>[2]</sup>等都认为解决代理问题的行之有效的办法是让经营者拥有一定的股份。

股权激励，即是通过激励管理层与股东利润共享、风险共担，使激励对象有动力按照股东利益最大化的原则经营公司，从而减少代理问题。股权激励的治理机制有两种假说，一种是 Jensen 和 Meckling（1976）<sup>[3]</sup>提出的“利益一致性假说”，即股权激励具有协同效应，有助于促使高管与外部股东的利益趋同，并能有效地解决委托代理问题。另一种是 Fama 和 Jensen（1983）<sup>[4]</sup>提出的“经营者防御假说”，他们认为经营者持股水平如果过多，会影响市场通过购并等方式进行资源分配，从而导致公司价值受损。

关于股权激励的治理效应，不同学者的研究发现不一致。支持“利益一致性假说”的研究有周建波和孙菊生（2003）<sup>[5]</sup>针对 2001 年对经营者进行股权激励的 34 家公司的前后业绩，描述统计结果显示股权激励前业绩普遍较高，即股权激励存在选择性偏见，而股权激励后业绩较稳定，约为上市公司平均业绩的两倍。刘霞（2009）<sup>[6]</sup>，其发现激励样本的净资产收益率在平均水平上高出全体上市公司 9%。国内其他学者则研究发现中国股权激励效应较弱。如魏刚（2000）<sup>[7]</sup>研究发现经营者持股与经营业绩之间不存在显著的正相关关系，原因可能是高管持股比较偏低和经营者持股定位不清晰，以及高管任期内持股是相对封闭的系统，不能自由买卖所致。顾斌和周立烨（2007）<sup>[8]</sup>以 2002 年以前实施股权激励的上

上市公司为样本，通过对剔除行业影响后的高管股权激励效应进行实证研究，发现激励的长期效应不明显。

中国股权激励的治理效应的研究主要集中于 2005 年以前即股权激励早期，经营者持股的治理效应。而 2005 年中国证监会颁布《上市公司股权激励管理办法》以来的股权激励治理效应的研究，主要是基于盈余管理的研究，数量也非常少。如丁飞（2011）<sup>[9]</sup>认为股权激励计划中股票来源、激励对象、激励数量、行权业绩指标、行权价格和行权时间六个要素的制定，很可能不同程度地引致管理层的盈余管理行为和内幕交易行为。苏冬蔚和林大庞（2010）<sup>[10]</sup>从盈余管理的角度，发现股改后正式的股权激励具有负面的公司治理效应。

因此，本文试图回答的第一个问题是经营者持股的治理效应是积极的还是消极的，是符合“利益一致性假说”还是符合“经营者防御假说”。“经营者防御假说”是建立在管理层实际控制公司的资源配置权的基础上，认为管理层通过虚假发布公司信息、盈余管理等方式提高公司业绩。因此，本文除了使用 ROA、ROE、EPS 等常用业绩指标外，还引入了真实业绩，用以衡量股权激励的治理效应。

由于 2005 年以前股权激励的模式主要是经营者持股，即授予高管各种虚拟股票或者增值权<sup>①</sup>。而 2005 年以后股权激励的模式主要是股票期权，即当授予条件满足时，公司授予高管期权。中国 2005 年之后，期权激励日益成为一种普遍流行的方式。从 2005 年到 2008 年，已有 120 家公司发布股权激励草案，其一度亦受到管理层和投资者的追捧。然而诸如宝钢股份、中集集团等公司的股权激励方案均先后夭折。本文需要回答的第二个问题是经营者持股激励和股票期权激励，自 2005 年以后，作为两种同时存在的激励模式，其综合治理效应又如何呢。

本文需要回答的第三个问题是次贷危机后，高管薪酬与业绩脱钩和高管薪酬与公司长期利益脱钩两个现象，引发了人们对现行高管薪酬制度的质疑。那么，在此背景下，我国推进股权激励的制度建设又能从国外和国内遇到的问题中，吸取什么经验呢？因此，本文的第三个问题是提出适合中国的高管薪酬的政策建议。

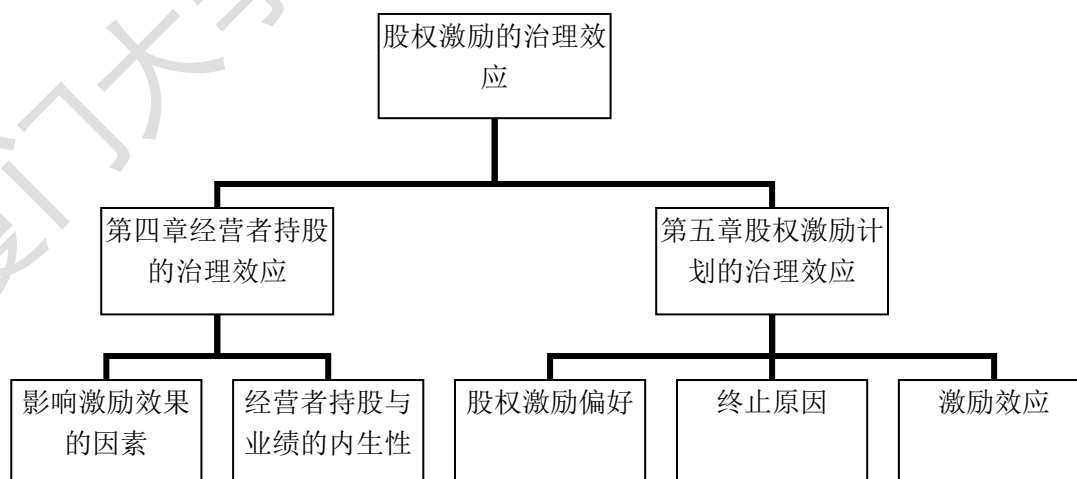
<sup>①</sup> 2005 年以前和 2005 年以后的股权激励的模式，可参见本文第二章制度背景的相关部分。

## 1.2 研究思路

本文从股权激励效果的角度研究治理效应，验证股权激励的治理效应符合“利益一致性假说”还是“经营者防御假说”。

本文区分股权激励模式，分别在第四章和第五章研究经营者持股和股权激励计划的治理效应。第四章经营者持股的治理效应研究中，分为两个部分：1、实证研究影响经营者持股的激励效果的因素，如经营者持股比例、公司成长性、内外部治理环境、现金流约束的程度以及公司的其他特征。2、实证研究经营者持股与业绩的内生性。

第五章股权激励计划的治理效应中，研究了《股权激励管理办法》颁布后公告股权激励草案的上市公司的描述性统计，包含股权激励偏好、终止执行股权激励原因、股权激励的激励效应研究。实施股权激励计划的上市公司的激励效应，又分为两个层次：（1）分行业和分实施状态的分组描述性统计，业绩指标包含净资产收益率（绝对数）和行业调整后净资产收益率（相对数）两个指标。（2）首先是配对研究，分别采用简单配对法和倾向得分配对法，横向比较激励组与控制组的业绩变量和代理成本、投资支出等治理变量。然后按照上市公司的激励计划实施进度分类研究激励效果，分为实施组和终止组，比较实施状态的激励有效性。



图一 研究思路框架图

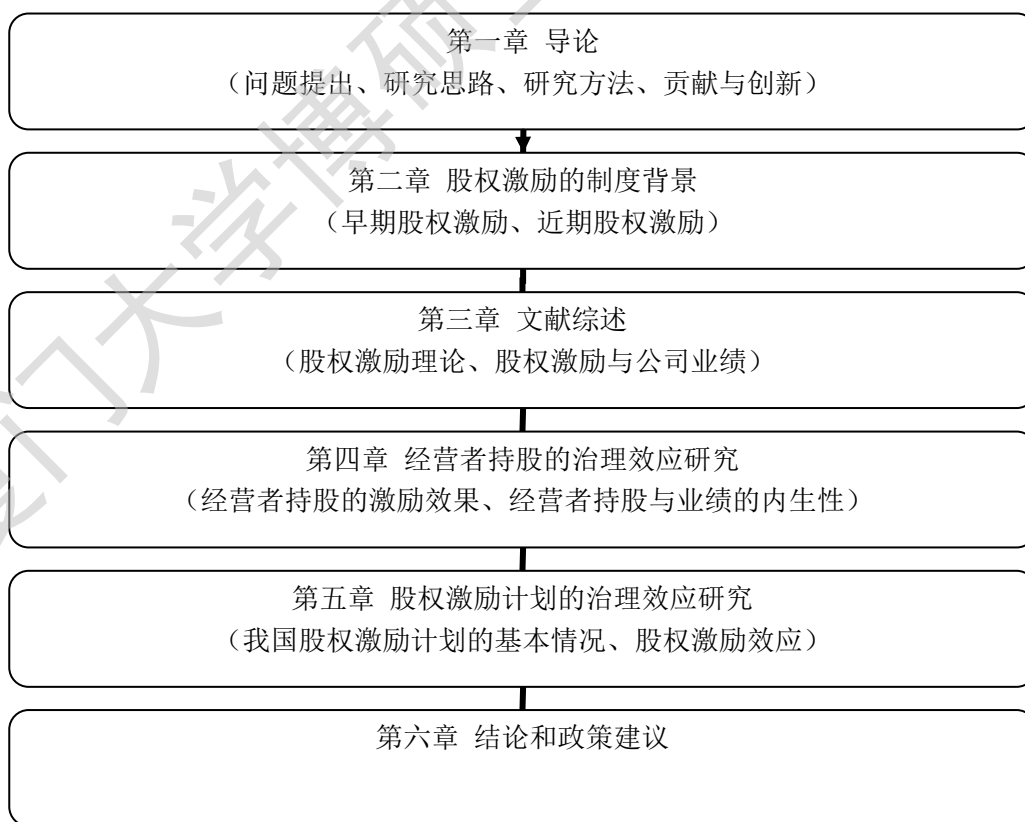
### 1.3 研究方法与框架

本文采用规范研究和实证研究相结合的方法，研究股权激励的治理效应。

第四章检验经营者持股的治理效应中，4.4.1 节影响激励效果的因素应用 OLS 和 Panel Fixed Effect 和 Panel Random Effect。4.4.2 节公司业绩与经营者持股的内生性应用 Heckman 两阶段最小二乘法回归的方法。

第五章检验股权激励计划的治理效应中，5.2 节中国上市公司股权激励偏好和 5.3 节中国上市公司股权激励终止原因，采用归纳法手工整理上市公司公告。5.4.1 节是上市公司分行业和分实施状态的激励效应，采用横向比较研究法。5.4.2 节配对研究，采用配对研究法，分别应用简单配对法和倾向得分配对法。

本文的框架列示如下：第一部分是导论，第二部分是股权激励的制度背景，第三部分是文献综述；第四部分是经营者持股的治理效应；第五部分是股权激励计划的治理效应；第六部分是结论和政策建议；以及参考文献、致谢和附录。



图二 本文的总体框架

## 1.4 贡献与创新

现有股权激励的文献主要集中于 2001-2005 年间经营者持股的治理效应研究，少有涉足 2005 年 12 月以来的股权激励草案的治理效应。

本文首先通过描述性统计和归纳法，统计了我国经营者持股比例的现状，包括上市公司经营者持股比例的分布，国有控股企业 and 非国有控股企业经营者持股比例的差异，以及经营者持股激励前十名的上市公司的实际控制人、行业特征和区域特征。

然后应用面板数据的固定效应模型和两阶段最小二乘法回归实证检验了影响激励效果的因素，发现公司的成长机会与经营者持股的激励效果呈正相关关系。实际控制人的性质影响着激励效果，且民营企业的激励效果好于国有企业的激励效果。其他影响激励效果的因素包含高管薪酬 (+)、现金流 (+)，固定资产比例 (-)，赫芬达尔指数 (+)。并且细分国有控股公司 and 非国有控股公司回归，发现经营者持股激励，对于国有控股公司而言，并非是有效的激励机制。

本文同样更新了实施股权激励计划的上市公司描述性统计，包括我国上市公司的激励模式和业绩考核指标，以及股权激励计划终止的公司的终止原因。

然后通过分组描述性统计和配对研究了股权激励计划的激励效应。分组描述性统计了细分实施状态和行业的净资产收益率（绝对数）和市场调整或行业调整的净资产收益率（相对数）。

配对研究中同时采用了简单配对法和倾向得分配对法，以比较激励组与控制组的业绩变量和代理成本、投资支出等治理变量。研究发现股权激励组的综合业绩 ROE 的显著提升，并非如委托代理理论所说能有效降低代理成本，亦非能有效激励高管进行投资活动。按实施状态细分后发现，实施组的业绩显著高于控制组的业绩。终止组实施期间的业绩显著高于控制组。终止组终止期间的业绩与控制组无明显差异。

## 第二章 股权激励制度背景

股权激励是一种通过经营者获得公司股权形式给予企业经营者一定的经济权利，使他们能够以股东的身份参与企业决策、分享利润、承担风险，使激励对象有动力按照股东利益最大化的原则经营公司，从而勤勉尽责地为公司的长期发展服务的一种激励方法。

本章详细介绍了股权激励的制度背景，其中 2.1 节介绍了早期的股权激励，2.2 节介绍了近期股权激励的相关政策法规。

### 2.1 早期股权激励探索

股权激励制度在境外被普遍采用，但国内仍未广泛推广，仅部分地区与少数企业根据各自特点、当地社会经济环境，进行了尝试和探索。如武汉市国有资产经营公司推出将年薪制与股票相结合的激励方案；上海在激励计划中引入了虚拟股票概念，规避了政策障碍；深圳实施了经营成果换股权的方式，将经营者收入和企业效益相连。

股权激励在政策不明朗，上市公司股权激励推进非常缓慢。截止 2003 年底，仅有 112 家公告采取或拟采取相关激励措施，占到当时所有上市公司的 8.72%。

早期国内股权激励模式主要包含业绩股票、股票期权、股票增值权、虚拟股票、延期支付、业绩单位、管理层收购等，具体内涵如下：

表一 早期国内股权激励模式

股权激励模式	操作方式
业绩股票/业绩单位	业绩股票模式的特点是，从当年净利润中或未分配利润中提取奖金，折股奖励给高层管理人员，如电广传媒，金陵股份、光明乳业、泰达股份、佛山照明等上市公司，业绩单位与业绩股票在操作和作用上类似，它和业绩股票的区别在于业绩股票是授予股票，而业绩单位是授予现金。
股票期权	股票期权模式是国际上一种最为经典、使用最为广泛的股权激励模式。但是，由于早期国内证券市场关于股票期权制度上的滞后，实施股票期权仅



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库